

Ginebra a 8 de enero de 2020.

Estimados clientes,

Aprovechamos primeramente esta Newsletter para transmitir nuestros mejores deseos para este nuevo año 2020 que empieza.

Estamos cerrando una década de políticas monetarias ultra acomodaticias dirigidas por los Bancos Centrales de las diferentes regiones económicas del mundo. Durante esos 10 años hemos navegado en un río de liquidez que no ha acabado por impactar de manera efectiva en la economía real. Solamente los mercados financieros se han beneficiado de esta masa monetaria. Esos flujos masivos les han permitido pasar sin inmutarse ni reestructurarse y de manera más perversa han transformado para muchos inversores la noción de «riesgo» y de “interés sin riesgo” (¿existe todavía un interés sin riesgo?)

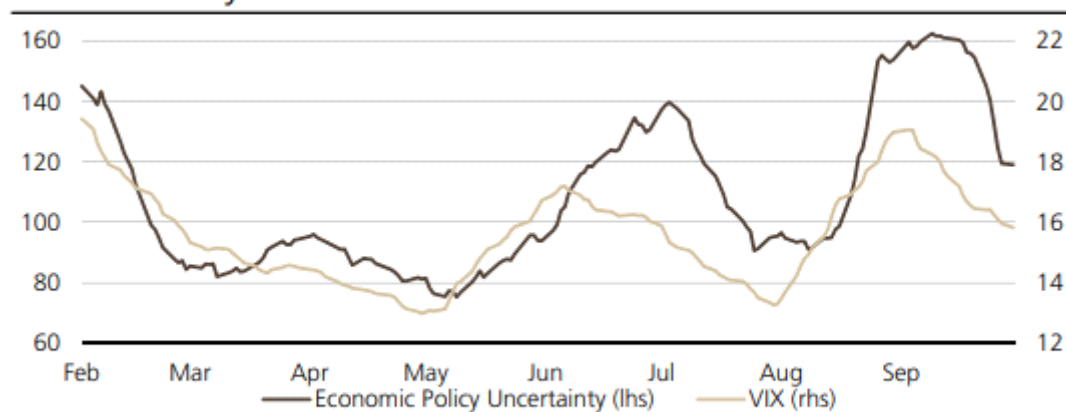
Después de un año 2019 bastante excepcional, los mercados financieros comienzan 2020 con una seria degradación de las condiciones geopolíticas a nivel mundial. La intervención americana en Irán ha aumentado el riesgo de un nuevo conflicto internacional que podría ser peligroso para la estabilidad mundial en caso de escalada bélica. Esta clase de factor influye siempre en los mercados y puede degradar el nivel de apetencia de riesgo entre los inversores.

Por otro lado, entre el "impeachment" presidencial americano, la guerra comercial, el conflicto con Irán, el Brexit y los problemas de gobernabilidad y políticos en el seno de la Unión Europea, conviene dirigirse hacia estrategias selectivas en acciones y obligaciones privilegiando la liquidez y el rendimiento.

Podríamos afirmar que el factor político de una guerra en Irán podría poner fin rápidamente a la extensión del ciclo económico en Estados Unidos, pero igualmente en China y en Europa.

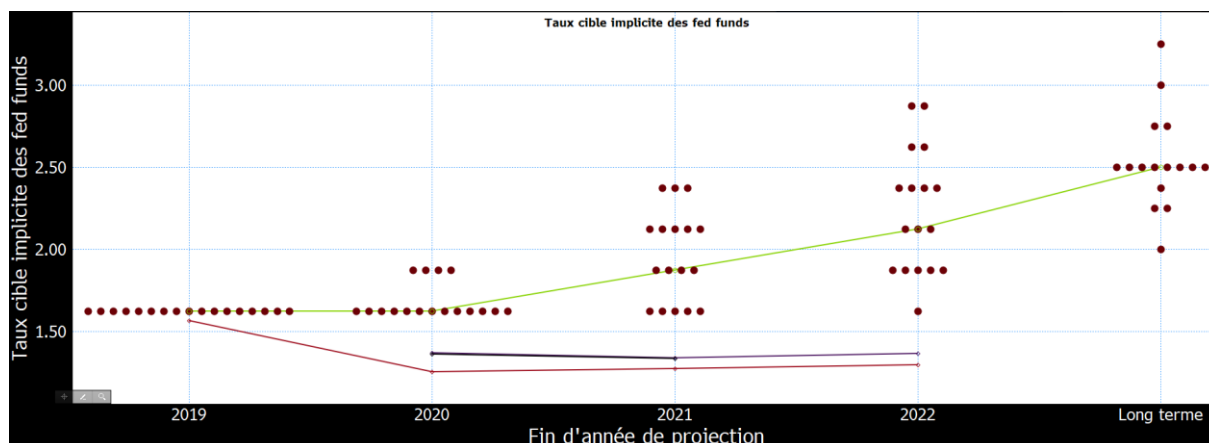
Desde un punto de vista de política monetaria, la Reserva Federal ha gastado ya sus municiones bajando 3 veces los tipos de interés directores en 2019. El hecho que ya se haya pronunciado sobre un "Statu Quo" en 2020 aumenta la probabilidad de incertidumbre lo que debería hacer subir la volatilidad implícita (medida por el índice VIX) como lo demuestra el grafico siguiente:

Economic policy uncertainty and implied volatility measured by VIX



Source: UBS, as of October 2019

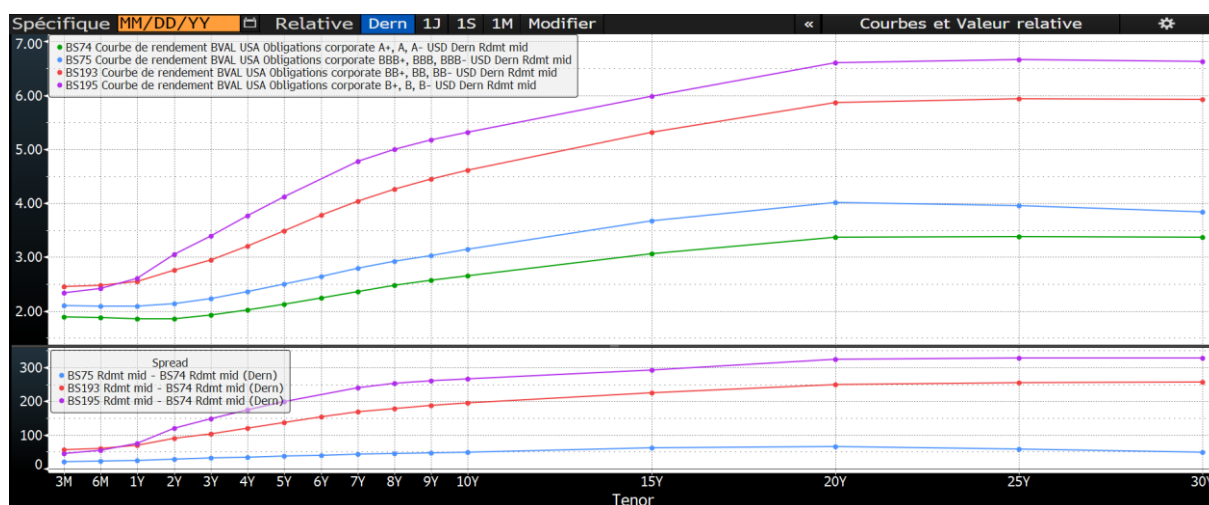
Después de una tentativa de normalización de las políticas monetarias en 2019 nos encontramos una vez más con una perspectiva de relajación monetaria, al menos es lo que el mercado está anticipando.



En otro orden de cosas, pensamos que las acciones de empresas de países emergentes deberían continuar beneficiándose de las políticas acomodaticias de sus Bancos Centrales apoyando sus economías respectivas. Según las previsiones de JPMorgan de un 4.2% de crecimiento del PIB estimado para los países emergentes contra el 1.7% en los Estados Unidos y de un 2.5% de crecimiento mundial parece judicioso dirigirse hacia los países con mayor crecimiento.

II – Renta Fija.

Consideramos que por las razones evocadas anteriormente que los Bonos Soberanos Emergentes son una excelente alternativa a las obligaciones soberanas europeas que presentan rendimientos negativos. En los Estados Unidos la parte de High Yield esta todavía muy comprimida hasta 3 años donde los ratings BB y B casi se confunden como lo demuestra el grafico siguiente

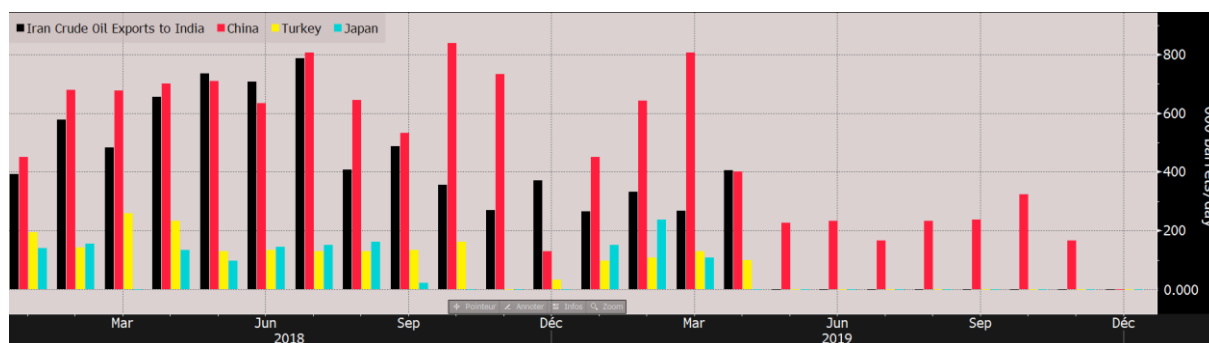


En Europa el problema de la remuneración del riesgo es mucho más grave. Cuando vemos que el sector bancario remunera un 0,5% a partir de 9 años, igual para las obligaciones peor calificadas donde hacen falta 6 años para tener una rentabilidad superior a 1,50%. Para un riesgo de rating equivalente en 2010 una obligación BBB de 3 años remuneraba al 3%. La consecuencia directa de esta compresión de los spreads es que la mayoría de los gestores están obligados a comprar títulos con un rating muy arriesgado o sobre duraciones muy largas para tener rendimientos ligeramente positivos.

En los metales preciosos nos parece importante seguir de cerca la evolución del oro y del platino que en caso de incremento de la inflación o de conflictos geopolíticos incrementados podrían beneficiar de flujos de compras en la restructuración de los portafolios.

III – Sector Energía

En un contexto de debilidad de la economía en Estados Unidos, Europa y China ligado a una recuperación de las tensiones comerciales, el petróleo debería estar bastante volátil, pero en un rango de precio contenido. Estimamos que los niveles de producción de la OPEC y de Rusia podrían quedar fijos durante todo el año 2020 a pesar de las sanciones a Irán y de la bajada continua de la producción en Venezuela. A pesar de esto podemos afirmar que la demanda mundial continuara a ser ligeramente inferior a la producción mundial. Esta diferencia debería continuar a pesar en el precio del WTI y el Brent durante el año.

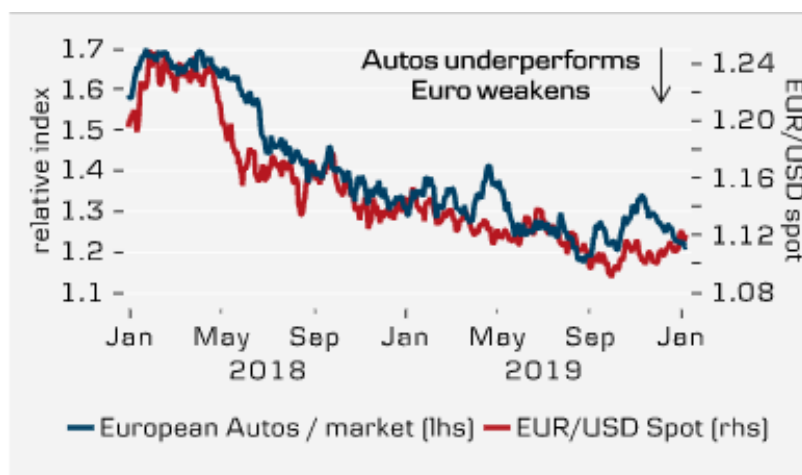


IV - Forex

Respecto al EURUSD estamos bastante neutros para la primera parte del año con un mantenimiento en un rango de 1.10/1.13. Varios factores explican nuestras previsiones, la primera es la dificultad que encuentra el sector automóvil europeo, las cíclicas europeas y Alemania.

Desde mediados de 2018 los beneficios por acción esperados han caído más de un 20 % para el sector Auto europeo. Si añadimos una compresión de los márgenes cada vez más importante y el combate continuo para imponer los vehículos eléctricos podemos estimar que el sector no está próximo de mostrarnos signos de recuperación frente un sector estadounidense en plena forma como lo demuestra Tesla.







Por otro lado, en los dos últimos meses del año 2019 hemos tenido rebotes importantes de diferentes sectores como la Tecnología, Commodities y Energía formando así una base sólida para el aumento de flujos en dólares.



Source: Macrobond Financial

Para concluir las diferencias de política monetaria entre los Estados Unidos y Europa conduce a favorecer a los Estados Unidos. El único temor podría venir de la BCE si esta última mantiene un comportamiento agresivo y que la Reserva Federal iniciase una nueva serie de bajada de tipos. Incluso en ese escenario el impacto de bajada del dólar americano sería limitado.

Nuestra distribución táctica de activos para la primera parte del año sería la siguiente:

Asset Class	Negativo	Neutro	Positivo
Acciones USA			
Acciones Europa			
Acciones Emergentes			
Bonos, Obligaciones			
Oro			
Petróleo			
Inmobiliario		